

Forward slange — et alternativ til det aktuelle valutariske samarbejde?

Jesper Jespersen

1. Principperne bag udformningen af det valutariske system kan groft opdeles i to hovedgrupper, hvor vægten lægges på enten *faste pariteter*, som sikres gennem aktivt køb og salg af valuta fra de deltagende centralbanker, eller *flydende kurser*, hvor markedskræfterne suverænt bestemmer kursudviklingen. I praksis findes der en række mellemformer, idet erfaringerne med anvendelse af ovennævnte principper i rendyrket form næppe kan siges at være tilfredsstillende i et lidt længere tidsmæssigt perspektiv.

Danmark er i den aktuelle situation tilsluttet det europæiske valutasamarbejde, der bygger på et system med faste pariteter - de såkaldte slangevalutaer. Det vil sige, i forholdet til en række af vore samhandelspartnere opretholder vi givne valutakurser, hvorimod kurserne over for den øvrige verden er bestemt i et system af flydende kurser. Her er det dog ikke den danske krone, som spiller nogen nævneværdig rolle, men derimod slangevalutaerne under ét i forholdet til de frit flydende valutaer. Dette indebærer, at valutakursen mellem kronen og f.eks. dollar først og fremmest er bestemt af, hvorledes kursen udvikler sig mellem de betydeligste slangevalutaer (naturligvis først og fremmest DM'en) og den betragtede valuta. På grund af de faste kurser inden for slangen må den danske valuta tilpasse sig kursen mellem DM og dollar givet det faste forhold mellem kroner og DM.

Det er således fastkurs-systemet, der er dominerende for Danmarks vedkommende, og der vil i det følgende blive foretaget en diskussion af udformningen af dette system. I første række vil betydningen af intervention i markedet for forward (termins) valuta blive analyseret - under forudsætning af at valutapolitikken tilstræber opretholdelse af faste spotkurser. Dernæst vil det blive vurderet, hvilke fordele og ulemper der knytter sig til en alternativ udformning, hvor det er faste forwardkurser, der udgør den erklærede valutapolitiske målsætning.

2. Indledningsvis skal det diskuteres, hvilke fordele der i det hele taget knytter sig til faste kurser i modsætning til frit flydende kurser. Det argument, der vel med størst vægt kan fremføres til fordel for faste kurser, er den sikkerhed, det skaber for udenrigshandelen. Omsætningen med udlandet bliver ikke hæmmet af manglende viden om omregningskurser, og det bliver derfor lettere at afgive tilbud og fastlægge priser.

Men her melder spørgsmålet sig allerede, hvorvidt det er spot- eller forward-

kursen, som i denne forbindelse er den relevante beslutningsvariabel for im- og eksportørerne. Ser man på betalingssædvanerne i udenrigshandelen, er det således kun ca. 20 pct. af transaktionerne, der betales i samme måned som leveringen. Selv i disse tilfælde vil det være hovedreglen, at der forløber et vist tidsrum fra indgåelse af den pågældende kontrakt, til den konkrete levering finder sted. Der synes derfor næppe at kunne herske tvivl om, at der i praktisk taget alle handelsmæssige relationer med udlandet er tale om en tidsmæssig forskydning mellem indgåelse af forpligtelsen i fremmed valuta og den dermed forbundne betaling, hvorved forward-kursen bliver den dominerende beslutningsparameter.

Prisen for den større sikkerhed, der ligger i faste spotkurser, har hidtil været de evigt tilbagevendende valutakriser. De stiller krav om tilstedeværelse af en tilstrækkelig stor valutareserve til imødegåelse af spekulationsefterspørgslen. I takt med interventionen på spotvalutamarkedet påvirkes desuden den indenlandske likviditet, hvilket i spekulative perioder kan gøre opretholdelsen af en given likviditetsmålsætning overordentlig kompliceret.

Ved flydende kurser kan pengemængden styres mere præcist, da udenlandske forstyrrelser i højere grad isoleres gennem udsving i valutakursen. Nedenfor skal det fremhæves, hvorledes etablering af et system med faste *forward*kurser skaber mulighed for at etablere en tilsvarende effektiv styring af den indenlandske likviditetsudvikling.

Det traditionelle system med faste spotkurser

3. I det følgende skal ganske kort beskrives, hvorledes fastkurs-systemet fungerer, således som det kendtes fra Bretton Woods aftalerne samt de endnu eksisterende udløbere heraf i form af den europæiske slange. Det centrale element i sidstnævnte system er spotkurserne, der binder de deltagende valutaer snævert sammen, idet de daglige udsving ikke må overstige $2\frac{1}{4}$ pct. fra den anmeldte centralkurs. Hvis en svag valuta når den øvre grænse i forholdet til en eller flere stærke valutaer, må det pågældende lands centralbank foretage intervention i spotmarkedet. Det tager typisk form af et øget udbud af den stærke valuta fra den officielle valutabeholdning. Herved lukkes efterspørgselsgab; men samtidig påvirkes pengemængden i samfundet, idet centralbanken modtager primær national likviditet som betaling for valutaen. Altså finder der en reduktion sted af pengemængden i den privat sektor samtidig med interventionen i valutamarkedet ¹⁾ ²⁾.

1. Her bør det dog bemærkes, at i det omfang, at det er en officiel valutahandler, der efterspørger fremmed valuta, kan der være tale om en samtidig stigning i dennes valutabeholdning, hvorved likviditeten incl. valuta er ændret.
2. Parallelt til denne udvikling i det »svage« land vil likviditeten øges i det »stærke« land, hvis der foretages intervention her i form af efterspørgsel efter den svage valuta.

Interventionen i spotmarkedet kan suppleres med intervention i forwardmarkedet gennem et øget udbud af valuta til fremtidig levering. Formålet med denne intervention er at påvirke kapitalbevægelser forårsaget af rentearbitrage.

For en given renteforskel mellem indland og udland kan kapitalstrømmen ændres ved en mindskelse af forwardpræmien. Det gøres nemlig herved mere fordelagtigt for udlændinge at placere ledige fonds i indlandet og samtidig sælge provenuet forward. En sådan dækket rentearbitragertransaktion vil ikke være underlagt nogen valutarisiko, da der foregår en samtidig spot- og forwardhandel. Jo mindre forwardpræmien er, jo mere fordelagtigt vil det - for en given renteforskel - være for arbitragørerne at placere fonds i indlandet, hvorved de tilfører landet valuta og medvirker til at forbedre valutastillingen.

I figur 1 er der givet en grafisk fremstilling af, hvorledes henholdsvis spotintervention (${}_0G_0$) og forwardintervention (${}_0G_{90}$) kan bidrage til at opretholde en bestemt spotvalutakurs³).

3. I figur 1 er det forudsat, at nettoudbudet af spotvaluta ${}_0ST_0$ stammer fra de løbende transaktioner med udlandet som f.eks. betaling for varer og tjenester. Her må det formodes, at jo højere valutakursen er, jo mere gunstigt udvikler disse løbende betalinger sig, altså vil ${}_0ST_0$ -kurven stige mod højre. Kurvens placering er yderligere påvirket af tidligere indgåede forwardkontrakter, der udløber i den betragtede periode. Og endelig vil den langfristede kapitalimport spille en rolle, hvis der optages et udenlandsk lån netop i denne periode og provenuet udbydes, vil ${}_0ST_0$ -kurven rykke mod højre.

Nettoefterspørgslen er antaget at stamme fra rentearbitragertransaktioner. Disse transaktioner binder spot- og forwardmarkederne sammen, idet en arbitragertransaktion indebærer samtidig efterspørgsel og udbud af henholdsvis spot- og forwardvaluta. For en given renteforskel er det således udelukkende den relative kursforskel eller forwardpræmien (discount'en) der over indflydelse. Af præsentationsmæssige hensyn kan den ene af rentearbitrageefterspørgselskurverne, ${}_0A_0$, derfor tegnes vandret, hvorimod den anden ${}_0A_{90}$ må antages at have en vis hældning, da der skal en stigende forwardpræmie til at tiltrække en større og større mængde arbitragekapital. På forwardmarkedet vil nettoudbudet af valuta være bestemt af dels spekulanterne og dels de løbende transaktioner, der indeholder et kreditelement. Spekulationsudbudet må formodes at være nul, når forwardkursen er lig med den forventede fremtidige spotkurs. Er forwardkursen højere, vil der være et positivt nettoudbud, hvilket giver ${}_0ST_{90}$ -kurven en positiv hældning, der yderligere forstærkes af valutakurselasticiteten i de løbende transaktioner.

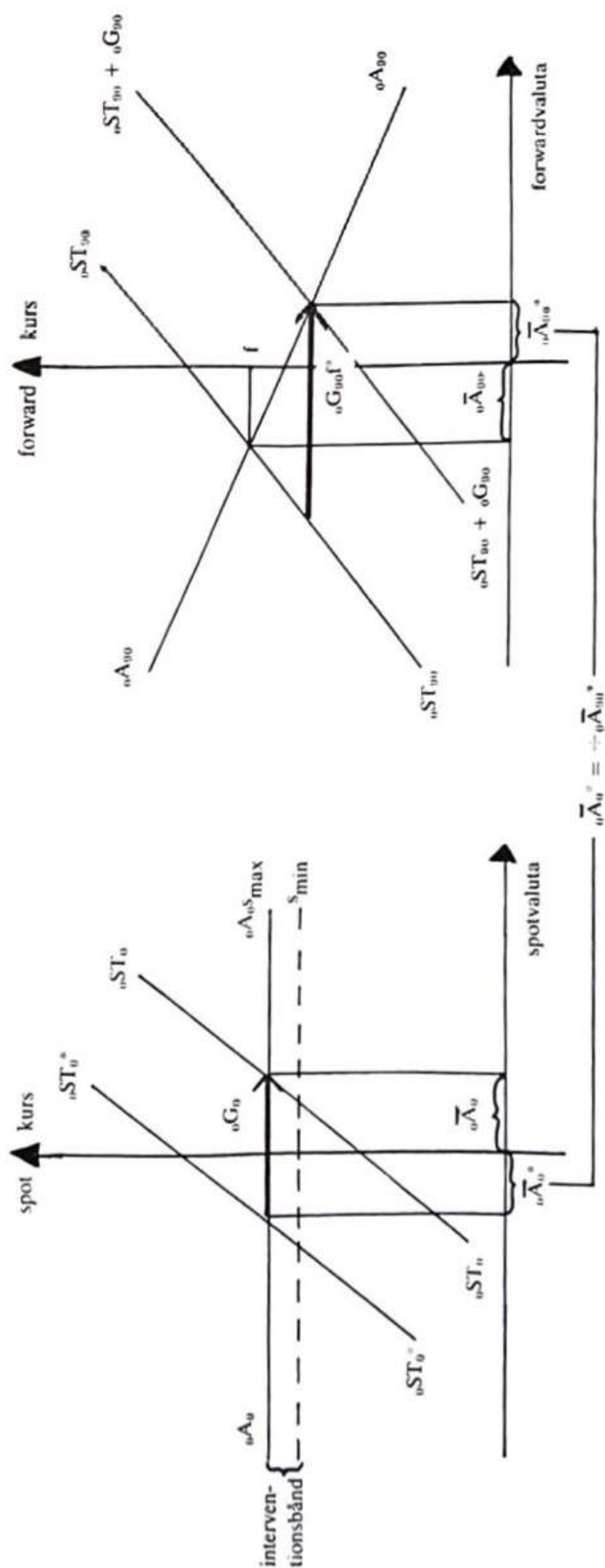
Spot- og forwardkursen bestemmes nu af skæringspunkterne mellem nettoudbud og -efterspørgselskurverne i hvert af markederne henholdsvis s og f. Det er i denne sammenhæng vigtigt at understrege, at den udbudte arbitragekapital i det ene marked nødvendigvis må være lig med den efterspurgt mængde i det andet marked, jfr. ${}_0\bar{A}_0 = \div {}_0\bar{A}_{90}$. Desuden bemærkes det, at spotkursen befinder sig på det øvre interventionspunkt (s-max).

Sker der nu en forstyrrelse af spotmarkedet, f.eks. en reduktion af de løbende betalinger, så ${}_0ST_0$ -kurven rykker mod venstre (en reduktion af nettoudbudet), må centralbanken træde til for at sikre, at spotkursen ikke stiger yderligere. Finder intervention sted i spotmarkedet, skal den have et omfang, der netop modsvarer reduktionen, så ${}_0ST_0$ -kurven presses tilbage og interventionsbeløbet har størrelsen ${}_0G_0$.

Alternativt kunne centralbanken have interveneret i forwardmarkedet. Det skulle i så fald have haft et omfang, der sikrede at ${}_0\bar{A}_0^* = \div {}_0\bar{A}_{90}^*$, hvilket opnås gennem et øget udbud af forwardvaluta angivet ved ${}_0G_0$ i figur 1. En sådan udformning vil altså resultere i øget kapitalimport ${}_0\bar{A}_0^*$ og en apprecieret forwardkurs.

For en mere detaljeret gennemgang af de enkelte elementer i ovenstående præsentation af nettoudbuds- og efterspørgselskurver henvises til f.eks. J. Jespersen, 1978 eller P. A. Bøggild, 1969.

Figur 1. Faste spotkurser



Anm.: oG_0 og ${}^oG_{90}$ er to forskellige måder at intervenere på, der begge tilskrives at en bestemt spotkurs opretholdes. oG_0 illustrerer at udbudsreduktionen kompenseres gennem øget udbud af valuta fra centralbanken i spotmarkedet, hvorved ST-kurven rykkes tilbage igen i sin oprindelige position. ${}^oG_{90}$ illustrerer et øget udbud af forwardvaluta, der ændrer på rentepariteten og derved reducerer efterspørgslen efter arbitrage-valuta. I praksis vil det være naturligt at kombinere hhv. spot- og forwardinterventionen afhængigt af den overordnede målsætning.

4. Der kan dog være grund til at omtale to afledte effekter af forwardinterventionen, der umiddelbart vil bevirke en afsvækkelse af den stabiliserende effekt på spotkursen af den øgede kapitalimport (${}_0\bar{A}_0^*$). For det første vil indstrømningen af kapital påvirke det indenlandske renteniveau, idet disse fonds placeres på pengemarkedet eller i andre helt korte fordringer. En reduktion af det korte renteniveau vil svække incitamentet til yderligere arbitrage-kapitalimport. I det omfang, bankernes likviditet forøges, skabes der desuden mulighed for spot-spekulation, der i modsætning til forwardspekulation lægger beslag på likviditet. For det andet vil den appreciering af forwardkursen, der finder sted (i det mindste relativt til, hvad der ville ske uden forwardintervention), medføre et mindsket udbud af forwardvaluta fra spekulanter og im- og eksportører (jfr. figur 1 kurven ${}_0ST_{90}$). Dette skyldes, at for en given forventet spotkurs er forwardkursen nu lavere, og det er derved blevet mere fordelagtigt at spekulere i en devaluering, hvorved der udbydes mindre forwardvaluta. For im- og eksportører er der sket det, at de priser, der er baseret på forwardkursen, er henholdsvis blevet billigere/dyrere, således at nettoimporten målt i værdi må formodes at stige⁴).

Den stabiliserende effekt af forwardinterventionen skal derfor modificeres i overensstemmelse med styrken af de to ovennævnte afledte effekter. Desuden må det fremhæves, at rentestyringen er upræcis, idet den konkrete effekt af forwardinterventionen ikke kendes på forhånd. Herved kan forwardinterventionen kun betragtes som et supplement til spotinterventionen. Den uønskede renteutvikling må dernæst imødegås ved intervention på et eller flere indenlandske finansielle markeder, hvilket ydermere ikke kan undgå at have en likviditetsvirkning.

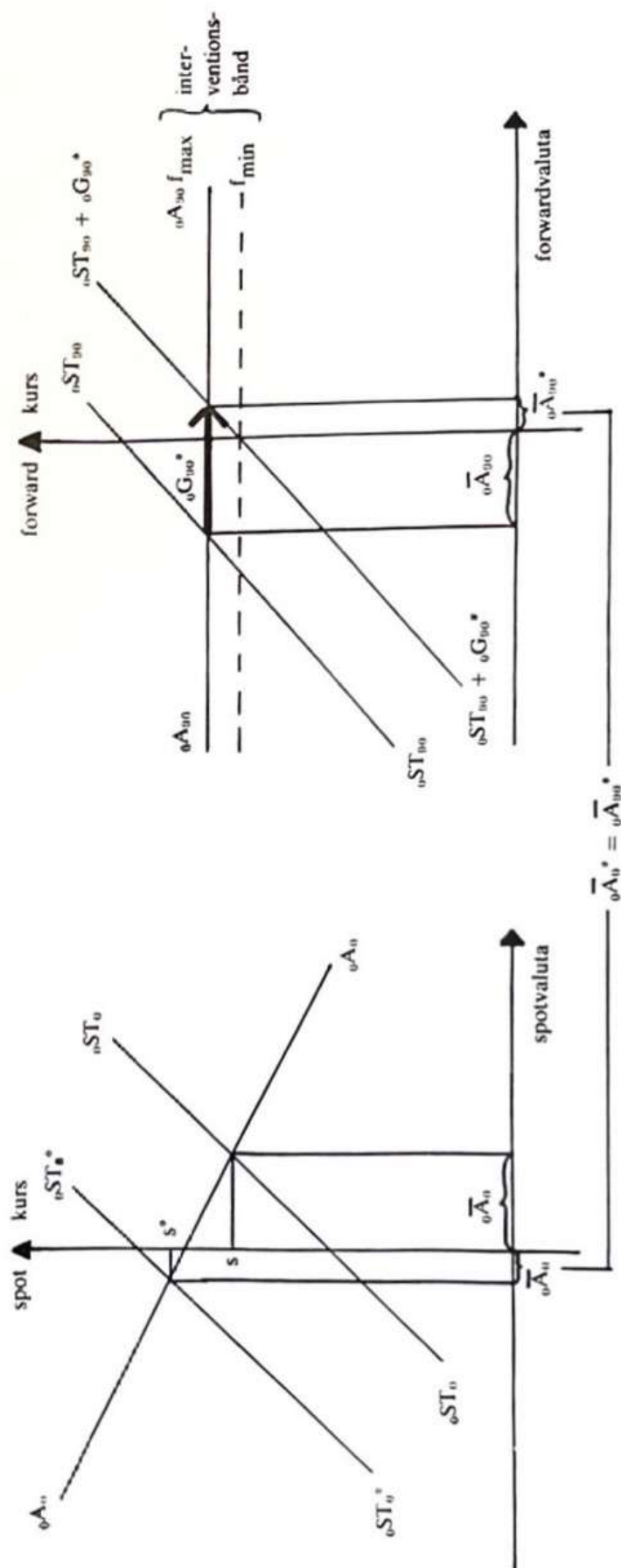
Et system med faste forwardkurser - »En forward slange«

5. Alternativt kunne man forestille sig, at det var forwardkurserne, der blev søgt fastholdt. Som nævnt ovenfor ville det i sig selv indebære en gevinst for handelssamkvemmet, da forwardkursen må antages at spille en langt større rolle for im- og eksportører end spotkursen.

Når en svag valuta kommer under pres, vil den primære intervention derfor skulle foregå i forwardmarkedet. Dette indebærer den umiddelbare fordel, at der ikke er nogen kvantitativ begrænsning på omfanget af denne intervention. Udbud af forwardkontrakter stiller nemlig ikke krav om tilstedeværelse af en tilsvarende valutareserve (hvad der sker, når kontrakterne skal indfries, vil blive diskuteret nedenfor). Yderligere undgås en forstyrrelse af udviklingen i den indenlandske pengemængde i det omfang, man er villig til at opgive en specifik målsætning med hensyn til spotkursen.

4. Sidstnævnte ræsonnement bygger på en forudsætning om, at der ikke er en J-kurve effekt i udenrigshandelen.

Figur 2. Faste forwardkurser



Anm.: Et til figur 1 svarende fald i spotudbudet af valuta analyseres. Spotkursen er antaget frit flydende, hvorved forward-intervention bliver den eneste aktuelle form for indgreb. De størrelser med » - « er ligevægtsværdier, og en » * « angiver værdier efter faldet i spotudbudet er indtruffet.

Ligesom under det traditionelle system skal der også foretages en vurdering af de afledte effekter. Dette vil blive gjort med udgangspunkt i figur 2, der viser, hvorledes der nu eksisterer en fast forwardkurs, mens spotkursen i princippet er blevet gjort flydende⁵).

6. Interventionen i forwardmarkedet vil naturligvis også under det nye system påvirke arbitragestrømmene; men hvor det før indebar en appreciering af forwardkursen, vil der nu i stedet finde en depreciering sted af spotkursen ($s \rightarrow s^*$). Dette vil indebære en formindskelse af spotspekulationen, hvorimod forwardspekulationen må befrygtes at blive stimuleret af en stigning i valutakursen, der bekræfter spekulanterne i, at den fremtidige spotkurs vil ligge højere end den aktuelle forwardkurs. Dette taler for, at man søger at forhindre ren forwardspekulation, da den blot synes at destabilisere og vil kunne antage en helt uberegnelig størrelse. I det omfang, handelsbalancen er påvirket af udviklingen i spotkursen, vil en depreciering formodentlig givet et (beskedent) bidrag til at lette presset mod valutaen gennem en forbedring af de løbende poster.

Der vil derimod ingen afledte effekter være på pengemængdeudviklingen. Ønskes der alligevel en påvirkning af likviditeten, kan dette ske ved, at centralbanken udbyder spotvaluta og efterspørger terminsvaluta, hvilket dog stiller krav om, at den nødvendige valutareserve er til rådighed.

I modsætning til systemet med de faste spotkurser vil de afledte effekter alt i alt virke yderligere stabiliserende. Her må dog gøres en klar undtagelse med hensyn til forwardspekulationen. Denne kan eventuelt undgås ved en opretholdelse af det forbud, der eksisterer i de danske valutabestemmelser mod indgåelse af forwardkontrakter, der ikke har et kontraktligt underlag i form af på forhånd fastlagte forpligtelser i fremmed valuta.

7. Man kan rejse det spørgsmål, hvilke forwardkontrakter der med fordel kan interveneres med. Valget af interventionsvaluta må blive bestemt af markedet, idet der her vil være behov for at forhindre, at kursen på nogen valuta stiger udover de fastlagte grænser. Derimod er den valgte løbetid for kontrakterne mindre oplagt. Et synspunkt er, at der principielt må skulle finde intervention sted i alle i praksis anvendte løbetider, hvilket yderligere indebærer den fordel, at forwardmarkedet blev gjort mere homogent. Herved vil der umiddelbart blive opnået en velfærdsgevinst i sammenligning med den aktuelle situation, hvor forwardmarkedet er meget »tyndt«, så snart talen kommer på kontrakter med en løbetid, der overstiger ca. 9 måneder. Alternativt kunne man hævde, at det ville

5. I figur 2 er arbitrageefterspørgselskurven i forwardmarkedet blevet tegnet vandret og interventionsbåndet omkring den givne forwardkurs angivet. En forstyrrelse i spotmarkedet parallel med den i figur 1 vil resultere i en depreciering af spotkursen, og kun ved intervention i forwardmarkedet svarende til ${}_0G_{90}$ vil den givne forwardkurs kunne fastholdes. Gennem interventionen opnås, at ${}_0\bar{A}_0^* = \div {}_0\bar{A}_{90}^*$, der jo er en forudsætning for ligevægt på begge markeder.

være tilstrækkeligt at intervenere i én bestemt løbetid⁶), hvorefter forwardkurser for de øvrige løbetider automatisk vil indstille sig under hensyntagen til rentestrukturen og valutakursforventningerne. Specielt rentestrukturen vil her spille en afgørende rolle, idet arbitragører vil kunne opnå en gevinst, hvis der er forskelle i den inden- og udenlandske rentestruktur. Hvorimod spekulanterne i det omfang, det er lykkedes at holde dem ude af forwardmarkedet, i tilsvarende mere begrænset grad vil kunne influere på forwardkurs-profilen. Dog en type af spekulanter kan ikke udelukkes, nemlig de der har en kontrakt, der åbner mulighed for at købe forwardvaluta. Men i modsætning til systemet med faste spotkurser, hvor forventningerne i perioder er meget ensrettede, og spekulation i spotkursændringer synes at være en ret åbenbar og risikofri aktivitet, vil dette ikke være tilfældet med fleksible spotkurser, uanset om forwardkursen er fast. En spekulativ handling i form af at undlade at terminssikre et udenlandsk tilgodehavende / forpligtelse vil derfor være en meget mere risikabel transaktion, der næppe i samme grad vil gribe om sig i »nervøse« perioder, og under alle omstændigheder er der en kvantitativ overgrænse for omfanget bestemt af de underliggende kontrakters størrelse.

En del taler således for, at den forwardkurs, der repræsenterer den gennemsnitlige løbetid for kreditgivningen i udenrigsomsætningen, udvælges som den centrale kurs, men at intervention i andre løbetider foretages i det omfang, at markedet ikke selv kan etablere en rimelig balance mellem udbud og efterspørgsel afspejlende forskellene i rentestruktur i ind- og udland.

Det tidsmæssige aspekt

8. Ved enhver form for forwardintervention melder det spørgsmål sig, om man i virkeligheden ikke blot udskyder problemerne sammenlignet med spotinterventionen. Om så var tilfældet, må man i hvert fald fremhæve det umiddelbart positive, at der opnås en tænkepause, og politikerne ikke af nød tvinges til at foretage noget overilet. Intet er så bedrøveligt som en devaluering fremkaldt af en for lille valutareserve. Men lad os se lidt nærmere på, hvorledes situationen ser ud f. eks. 90 dage senere (under forudsætning af at interventionen er foregået i 90 dages terminskontrakter).

Når forwardkontrakterne udløber, skal de honoreres med spotvaluta. Denne valuta kan centralbanken erhverve sig ved at efterspørge den i markedet, hvorved der kommer en overskudsefterspørgsel, som dog øjeblikkeligt vil modsvares af et øget udbud i det omfang, arbitragørerne vælger at forlænge deres arbitragekontrakter med yderligere 90 dage. Dette vil de gøre, hvis den fordelagtige rentedifference stadig eksisterer. I denne situation vil likviditeten og spotkursen

6. For eksportbetalinger drejer det sig om i gennemsnit ca. 60 dage og for importbetalinger ca. 100 dage, hvorfor det vil være nærliggende at vælge 3-måneders kontrakter.

altså være upåvirket, og centralbanken skal blot forny sit udbud af forwardvaluta. Havde centralbanken derimod dækket sine udløbne forwardforpligtelser ved træk på valutareserven, ville det i princippet have svaret til en spotmarkeds-intervention, hvilket ville have mindsket den indadgående arbitrage og dermed reduceret pengemængden i den private sektor.

Er der derimod tale om et mere permanent underskud på de løbende poster, vil der være behov for en fortsat stigende kapitalimport. Dette kan sikres gennem en øget arbitrageindstrømning, der etableres ved en stigning i interventionsomfanget i forwardmarkedet, samtidig med at spotkursen deprecierer for derigennem at reducere forwardpræmien. Alternativt kan en sådan stigende udlandsgæld søges dækket ved en indenlandsk rentestigning, der ligeledes tiltrækker kapital fra udlandet. Men i et system med faste forwardkurser vil det have de ovenfor beskrevne uheldige effekter ved at presse spotkursen nedad til skade for handelsbalancen og som ekstra incitament til forwardspekulation.

Endelig må det bemærkes, at faste forwardkurser - såvel som faste spotkurser - vil aldrig kunne overflødigsgøre kurstilpasninger forårsaget af fundamental uligevægt i udenrigsomsætningen. Derimod kan forbigående forstyrrelser opfanges, således at de ikke gennem mere eller mindre tilfældige udsving forøger usikkerheden i erhvervslivet endsige bærer ved til en destabiliserende forventningsdannelse.

Hvad koster interventionssystemerne?

9. I kroner og ører er det overordentligt vanskeligt at opgøre omkostningerne ved de forskellige interventionssystemer. Ligeledes er de samfundsmæssige gevinster og tab næster umulige at sætte tal på. Denne diskussion benævnes ofte »teorien om det optimale valutaområde« og skal ikke forfølges nærmere. Derimod vil der blive påpeget nogle specifikke områder hvor forwardinterventionen adskiller sig fra spotintervention i omkostningsmæssig sammenhæng.

Spotintervention kan kun fungere, hvis centralbanken råder over en tilstrækkelig valutareserve. Denne er karakteriseret ved at være lavt forrentet i forhold til lange lån, som ofte har dannet baggrunden for tilvejebringelsen af reserven. Hertil kommer så det tab, et land, der er nettodebitor, lider ved et fald i spotkursen. I det omfang det især er eksportvirksomheder, der har optaget udlands-lån, skal man naturligvis ikke lade sig fikse af den øjeblikkelige forøgelse af deres gæld til udlandet, idet deres eksportindtægter jo må forventes at stige i fremtiden. Ligeledes kan nogle lån være optaget i udpræget hårde valutaer, hvor renteniveauet er signifikant lavere end det danske, for derigennem at kompensere en oplagt kursændringsforventning.

Forwardintervention stiller ikke krav om besiddelse af nogen valutareserve, hvorved denne udgift spares. Hertil kommer, at en udbygning af forwardmar-

kedet vil indebære den fordel, at alle forpligtelsen fastlagt i udenlandsk valuta kan kurssikres, så der ikke opstår noget »tab« for den private sektor.

I det omfang at centralbanken p.g.a. intervention holder en stor åben position af forwardkontrakter, har den påtaget sig en risiko for at lide et tab, hvis spotkursen afviger fra forwardkursen efter korrektion for en eventuel rentedifference. Er spotkursen højere, når kontrakterne udløber, lider centralbanken således et tab svarende til de indgåede kontrakter gange med »afvigelsesdiscounten«⁷⁾. En mulig måde for centralbanken at undgå at lide disse tab er ved at hæve renteniveauet, hvorved spotkursen apprecierer.

Endelig indebærer systemet med faste forwardkurser den fordel, at pengemængdeudviklingen kan styres mere præcist - i princippet lige så præcist som ved flydende kurser.

Konklusion

10. Forwardintervention synes således at være et oplagt supplement til den valutapolitiske styring. Den kan have to principielt forskellige udformninger: enten som et ekstra instrument inden for et system af faste *spot* valutakurser eller som hovedinstrumentet i et system med faste *forward* kurser.

Førstnævnte udformning ville indebære en vis aflastning af valutareserven i akutte situationer, men kan ikke fjerne en af de fundamentale svagheder ved faste spotkurser, at rentestyringen er usikker. Ligeledes vil de afledte effekter i forbindelse med forwardinterventionen medvirke til at afsvække den umiddelbart gunstige virkning af en sådan intervention.

Herover for står så udformningen af et valutakurssystem, hvor det er forwardkurserne, som er faste og sikres gennem intervention i dette marked. Her ved opnås for det første, at erhvervslivet har en fast kurs, der kan indgå i deres kaukulationer. Ydermere er forwardkursen i mange tilfælde væsentlig mere relevant end spotkursen, da det typiske tilfælde nemlig er en transaktion med tidsmæssig forskudt betalingstermin, hvorved det er forwardkursen, der bliver af betydning.

I en vis forstand skabes der et dobbelt valutamarked, hvor transaktioner, afledt af handelsstrømme, kan holdes adskilt fra helt kortfristede kapitalbevægelser (»hot money«). Desuden hersker der ingen risiko for at blive tvunget ud i en uønsket devaluering, fordi valutareserven løber tom. Endelig bør det nok fremhæves, at dette system med faste forwardkurser vil fungere bedst, hvis man

7. Beregnet som
$$\frac{\text{forwardkurs} - \text{aktuel spotkurs}}{\text{forwardkurs}} \div (\text{rentedifferencen mellem ud- og indland på}$$

kontrakttidspunktet). Er dette udtryk positivt, har centralbanken solgt forwardvalutaen dyrere, end den kan købe valutaen, når kontrakten udløber - og vice versa.

søger at udelukke spekulationen, idet de ikke synes at tjene noget formål i form af at stabilisere kursudviklingen og i perioder vil kunne antage et uoverskueligt omfang.

Disse styringsmæssige gevinster kan således opnås, uden at det bliver nødvendigt at gøre kurserne flydende til skade for den internationale handel.

Litteraturoversigt

Day, William H. L.: »The Advantages of Exclusive Forward Exchange Rate Support«, *IMF Staff Papers*, vol. 23, (July 1976), pp. 137-63.

McCormick, F.: »A Multiperiod Theory of Forward Exchange«, *Journal of International Economics*, Vol. 7, pp. 269-82 (1977).

Stern, R. M.: *The Balance of Payments*, London: MacMilan Press Ltd. 1976, (især kap. 2).

Jespersen, J., 1978: »En note om samspillet mellem spot og forwardmarkederne for udenlandsk valuta, stencileret.

Bøggild, P. A.: »Spekulation, terminshandel og renteniveau«, *Økonomi og Politik*, vol. 43, nr. 1, 1969, pp. 20-44.